

2024. 2. 16

Tech팀

이종욱

Senior Analyst

jwstar.lee@samsung.com

서울반도체 (046890)

바닥의 확인보다는 새로운 수요가 필요

- 4Q23 부진한 실적 지속. 2Q24 흑자 전환 기대. 2025년부터 단계적 이익 정상화 전망
- 이익 정상화의 프리미엄을 반영한 P/B 1배에서 업사이드 제한적. HOLD 의견과 목표주가 유지.

WHAT'S THE STORY?

2025년 단계적 이익 정상화 전망, HOLD 의견 유지: 우리는 2024년 매출액 1조 608억원과 영업이익 150억원을 전망한다. 1Q24까지는 적자를 감내해야 하며, 정상적인 수익성은 2025년부터 보여 주기 시작할 것으로 생각한다. 2025년 영업이익률 4.4%, ROE 3.3%를 전망하는데, 물류비와 불용자산 손실, 판매보증 총당 등의 정상화와 차량용 LED의 성장을 가정했으며, 아직은 가동률을 의미 있게 개선할 추가적인 수요가 보이지 않는다. 목표주가 12,000원을 유지하는데, 이는 이익 정상화 프리미엄을 반영하여 목표 P/B 1.0를 적용한 결과다. 아직 이익 정상화 만으로는 현재 주가에서 추가적인 업사이드를 찾기는 힘들어 보인다. 이에 HOLD 의견을 유지한다.

부진한 실적 지속: 서울반도체의 4Q23 매출액 2,720억원 (-2% q-q, +11% y-y)과 영업손실 181억원을 기록하였다. 3Q23에 이어 4Q에도 영업손실이 46억원 증가하면서 손익이 악화되고 있다. 그 이유는 가전을 포함한 IT 수요 감소로 인해 매출이 계획대비 저조한 가운데 적기 납품을 위한 물류비와, 품질 이슈를 방어하기 위한 판매보증 총당금 등이 증가했기 때문이다. 동사의 주요 성장 동력인 차량용 LED의 매출이 꾸준히 성장하고 있다는 점, 그리고 팬데믹 기간에 증가했던 재고자산이 팬데믹 이전 수준보다 낮게 감소했다는 점이 위안거리이다.

2024년 차량용 사업 집중: 자동차 수요의 우려에도 불구하고 차량에 탑재되는 LED의 개수와 판가는 모두 증가하고 있다. 총 매출의 정체 속에서도 차량용 LED 매출 비중은 2022년 18%에서 24년 32%까지 확대될 것이라고 전망한다. 부진한 가전과 TV용 LED 매출의 감소가 멈추는 3Q24부터 차량용 LED 성장이 전자 매출 성장을 견인하기 시작할 것으로 기대한다. 장기적으로는 차량용 LED 성장 이외에 추가적인 수요처의 발굴이 중요해 보인다. 차량용 LED는 제품 믹스를 개선하는 데 기여할 수 있으나, 동사에겐 가동률 레버리지 효과도 중요하기 때문이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	1,109	1,034	1,061	1,105
영업이익 (십억원)	-33	-48	15	48
순이익 (십억원)	-54	-64	6	24
EPS (adj) (원)	-19	-74	179	389
EPS (adj) growth (%)	적전	적지	흑전	117.0
EBITDA margin (%)	4.7	3.6	9.3	12.1
ROE (%)	-0.2	-0.6	1.5	3.3
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	59.1	27.2
P/B (배)	0.8	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	16.0	21.3	8.6	6.5
Dividend yield (%)	2.2	2.2	2.1	2.1

자료: 서울반도체, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자 의견	HOLD	
목표주가	12,000원	13.3%
현재주가	10,590원	
시가총액	6,174.5억원	
Shares (float)	58,305,400주 (68.1%)	
52주 최저/최고	9,820원/13,100원	
60일-평균거래대금	45.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
서울반도체 (%)	4.2	-6.3	-2.8
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	4.3	-1.7	-13.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	12,000	12,000	0.0%
2023E EPS	-74	-180	nm
2024E EPS	179	825	-78.3%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	12,000
Recommendation	3.0
BUY★★★/BUY: 4/HOLD: 3/SELL: 2/SELL★★★: 1	

4분기 실적 결과

(십억원)	4Q23	3Q23	4Q22	증감 (%)	
				전분기 대비	전년동기 대비
매출액	271.9	282.0	244.6	-3.6	11.2
영업이익	-18.1	-13.5	-20.9	적자지속	적자지속
세전사업계속이익	-29.9	-16.6	-47.2	적자지속	적자지속
순이익	-24.7	-20.8	-59.7	적자지속	적자지속
이익률 (%)					
영업이익	-6.7	-4.8	-8.6		
세전사업계속이익	-11.0	-5.9	-19.3		
순이익	-9.1	-7.4	-24.4		

자료: 서울반도체, 삼성증권

연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,030	1,055	1,033.6	1,060.8	0.3	0.6
영업이익	-31	46	-48.2	15.0	n/a	-67.3
세전이익	-42	32	-62.1	4.6	n/a	-85.5
순이익	-47	26	-63.9	3.8	n/a	-85.5

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	224.5	255.2	282.0	271.9	243.7	273.1	291.4	252.6	1,109.4	1,033.6	1,060.8
모바일	35.9	42.6	45.3	25.9	36.6	41.7	44.4	26.4	219.0	149.7	149.2
노트북/PC	76.3	79.6	89.2	80.6	71.1	76.9	89.4	78.8	390.7	325.7	316.2
TV/모니터	51.6	64.4	81.1	85.6	72.3	83.7	89.2	90.8	205.0	282.7	335.9
조명 및 기타	60.6	68.7	66.4	55.0	63.7	70.8	68.4	56.7	294.6	250.7	259.5
영업이익	-14.5	-2.1	-13.5	-18.1	-5.7	4.1	10.9	5.8	-33.4	-48.2	15.0
영업이익률 (%)	-6.5	-0.8	-4.8	-6.7	-2.4	1.5	3.8	2.3	-3.0	-4.7	1.4
세전이익	-13.2	-2.4	-16.6	-29.9	-62.1	-9.1	3.8	10.8	-30.8	-62.1	4.6
당기순이익	-11.7	-6.7	-20.8	-24.7	-63.9	-7.5	3.2	8.8	-54.3	-63.9	3.8

자료: 서울반도체, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,301	1,109	1,034	1,061	1,105
매출원가	1,035	918	872	831	833
매출총이익	266	192	162	230	272
(매출총이익률, %)	20.5	17.3	15.7	21.7	24.6
판매 및 일반관리비	203	225	210	215	224
영업이익	63	-33	-48	15	48
(영업이익률, %)	4.9	-3.0	-4.7	1.4	4.4
영업외손익	13	3	-14	-8	-19
금융수익	64	97	67	69	57
금융비용	49	90	78	74	72
지분법손익	-0	0	0	0	0
기타	-2	-4	-4	-4	-4
세전이익	76	-31	-63	7	30
법인세	14	24	2	1	5
(법인세율, %)	18.9	-76.5	-2.9	18.0	18.0
계속사업이익	62	-54	-64	6	24
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	62	-54	-64	6	24
(순이익률, %)	4.7	-4.9	-6.2	0.5	2.2
지배주주순이익	50	-1	-4	10	23
비지배주주순이익	12	-53	-60	-5	2
EBITDA	141	52	37	99	134
(EBITDA 이익률, %)	10.8	4.7	3.6	9.3	12.1
EPS (지배주주)	852	-19	-74	179	389
EPS (연결기준)	1,055	-932	-1,105	96	419
수정 EPS (원)*	852	-19	-74	179	389

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	98	156	87	52	106
당기순이익	62	-54	-64	6	24
현금유출이없는 비용 및 수익	125	149	97	89	104
유형자산 감가상각비	67	76	79	79	81
무형자산 상각비	10	9	7	5	4
기타	48	63	12	5	19
영업활동 자산부채 변동	-91	92	67	-30	-7
투자활동에서의 현금흐름	-116	-50	-97	-71	-102
유형자산 증감	-141	-45	-100	-80	-100
장단기금융자산의 증감	-2	-3	0	-0	-0
기타	27	-2	3	9	-1
재무활동에서의 현금흐름	68	-113	33	-0	-0
차입금의 증가(감소)	110	-68	45	12	12
자본금의 증가(감소)	-5	0	0	0	0
배당금	-12	-27	-12	-12	-12
기타	-25	-18	0	0	0
현금증감	51	-7	22	-21	2
기초현금	35	86	79	101	79
기말현금	86	79	101	79	81
Gross cash flow	186	94	33	95	129
Free cash flow	-43	106	-13	-28	6

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 서울반도체, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	730	550	505	521	541
현금 및 현금등가물	86	79	101	79	81
매출채권	380	307	258	265	276
재고자산	210	139	122	152	158
기타	54	26	24	25	26
비유동자산	783	739	753	749	764
투자자산	19	19	19	19	19
유형자산	674	657	678	679	697
무형자산	40	29	23	17	14
기타	51	34	34	34	34
자산총계	1,513	1,290	1,258	1,270	1,306
유동부채	459	305	356	374	397
매입채무	232	186	188	193	201
단기차입금	121	49	61	73	85
기타 유동부채	105	70	107	109	111
비유동부채	202	209	204	204	204
사채 및 장기차입금	191	197	192	192	192
기타 비유동부채	11	12	11	12	12
부채총계	661	514	559	578	602
지배주주지분	730	705	688	686	697
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	416	391	374	372	382
기타	-35	-35	-35	-35	-35
비지배주주지분	122	71	10	6	7
자본총계	852	776	699	692	704
순부채	232	170	194	227	237

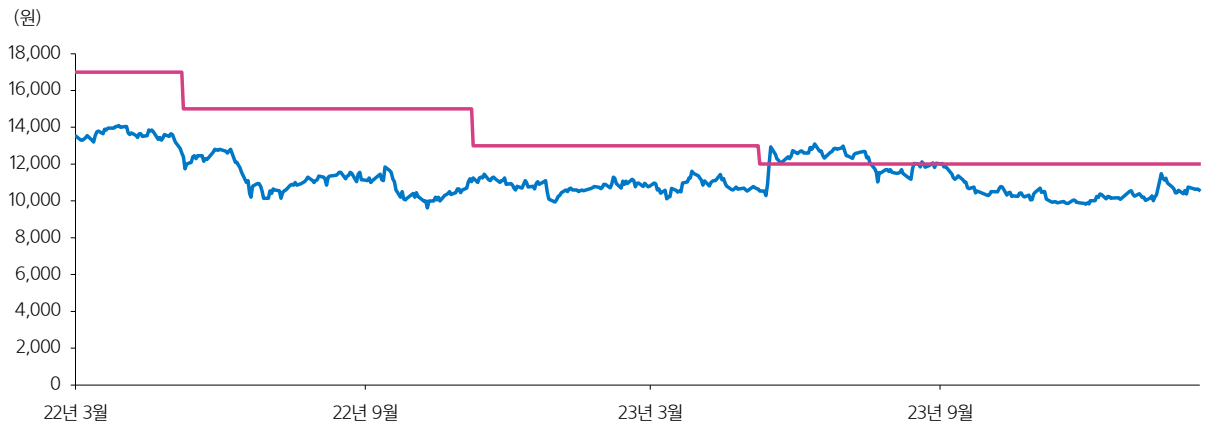
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	12.8	-14.7	-6.8	2.6	4.2
영업이익	6.0	적전	적지	흑전	221.7
순이익	111.9	적전	적지	흑전	334.8
수정 EPS**	179.5	적전	적지	흑전	117.0
주당지표					
EPS (지배주주)	852	-19	-74	179	389
EPS (연결기준)	1,055	-932	-1,105	96	419
수정 EPS**	852	-19	-74	179	389
BPS	12,942	12,504	12,207	12,172	12,355
DPS (보통주)	460	220	220	220	220
Valuations (배)					
P/E***	18.1	n/a	n/a	59.1	27.2
P/B***	1.2	0.8	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.9	16.0	21.3	8.6	6.5
비율					
ROE (%)	7.0	-0.2	-0.6	1.5	3.3
ROA (%)	4.3	-3.9	-5.1	0.4	1.9
ROIC (%)	5.3	-6.0	-5.5	1.4	4.4
배당성향 (%)	52.2	-1,127.8	-285.8	118.7	54.7
배당수익률 (보통주, %)	3.0	2.2	2.2	2.1	2.1
순부채비율 (%)	27.2	21.9	27.7	32.8	33.7
이자보상배율 (배)	14.6	-3.8	-4.1	1.6	5.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 2월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 2월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/2/11	5/11	11/11	2023/5/12
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (₩)	17000	15000	13000	12000
과리율 (평균)	-20.24	-25.93	-16.60	
과리율 (최대/최소)	-17.06	-14.67	-10.62	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.12.31 기준

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA